



买入

21%↑

目标价格: 人民币 35.00

原目标价格: 人民币 30.00

002140.CH

价格: 人民币 28.98

目标价格基础: 35倍13年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 预计公司2013年新签订单超百亿
- 公司煤制乙二醇、煤制芳烃、煤气化、氯化法钛白等领域均有可能获得大额订单

主要催化剂/事件

- 大额合同的签订
- 新技术获得认证

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	37	4	31	-
相对新华富时A50指数	41	13	33	-

发行股数(百万)	44,603
流通股(%)	97.15
流通股市值(人民币 百万)	12,558
3个月日均交易额(人民币 百万)	36
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
化学工业第三设计院有限公司	60.01

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2013年3月29日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

煤化工

倪晓曼

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120010

*王喆为本报告重要贡献者

东华科技

新产品、新技术推动订单高速增长

展望2013年, 我们预计随着公司在煤制乙二醇、煤制芳烃、氯化法钛白等新技术获得突破后, 公司将迎来新签订单的高峰。此外, 新型煤化工示范项目的逐步开展, 也将直接利好于公司。我们预计公司2011-2014年净利润复合增长率将维持40%以上的高速增长。考虑公司未来2-3年仍将处在高增速的时期, 我们维持买入评级, 上调目标价格至35.00元。

支撑评级的要点

- 公司2012年增长20%。公司营业收入、净利润和扣非后净利润分别同比增长30.0%、20.2%和19.6%。2011年新签订单25亿元, 我们预计公司在手订单超过80亿, 可以保证公司2013年继续快速增长。
- 预计公司2013年新签订单超百亿。公司煤制乙二醇、煤制芳烃等技术已获得了工业化的初步验证, 我们认为在未来的一段时间内大概率将密集的获得多个订单。我们预计公司2013年新签订单将超百亿, 在未来业绩快速成长, 同时伴随公司的估值的提升。
- 煤制乙二醇, 未来市场巨大。国内乙二醇缺口大, 煤制乙二醇技术路线多。公司为新疆天业集团设计的5万吨/年电石炉尾气制乙二醇项目于2012年底建成投产后获得了良好的运行效果和优异的产品。目前国内规划建设乙二醇装置接近30套, 其中大部分项目处于前期工作阶段。高质量的产品和长寿命的催化剂使公司能够获得更多的订单。
- 煤制芳烃, 抢占市场制高点。以PX为代表的芳烃产品是国内目前自给率较低的大石化产品。由于我国的炼油装置的原料结构和产品结构, 以及PX产品目前较敏感的特点, 我们认为未来一段时期芳烃产能瓶颈依然存在。甲醇制芳烃的路线是石油路线的重要补充, 未来前景光明。公司FMTA万吨级中试装置成功, 为进一步放大到工业化装置提供了技术保障, 也是该领域世界范围内首套装置。

评级面临的主要风险

- 重要人才的流失; 核心技术泄露; 已签项目进展缓慢。

估值

- 我们预测2012-2015年三年净利年均复合增长超过将达到40%, 给予其35倍2013年预期市盈率, 目标价由30.00元上调到35.00元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	2,346	3,050	3,995	5,992	8,327
变动(%)	28	30	31	50	39
净利润(人民币 百万)	277	333	451	690	978
全面摊薄每股收益(人民币)	0.622	0.747	1.011	1.547	2.193
变动(%)	40.8	20.2	35.3	53.0	41.7
核心每股收益(人民币)	0.622	0.747	1.011	1.547	2.193
变动(%)	40.8	20.2	35.3	53.0	41.7
全面摊薄市盈率(倍)	46.6	38.8	28.7	18.7	13.2
核心市盈率(倍)	46.6	38.8	28.7	18.7	13.2
每股现金流量(人民币)	1.30	0.71	1.02	2.17	2.41
价格/每股现金流量(倍)	22.2	40.9	28.4	13.3	12.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.4	28.5	22.4	13.4	8.6
每股股息(人民币)	0.204	0.047	0.149	0.202	0.309
股息率(%)	0.7	0.2	0.5	0.7	1.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

估值

展望 2013 年，我们预计随着公司在煤制乙二醇、煤制芳烃、氯化法钛白等新技术获得突破后，公司将迎来新签订单的高峰。此外，新型煤化工示范项目的逐步开展，也将直接利好于公司。我们预计公司 2011-2014 年净利润复合增长率将维持 40% 以上的高速增长。考虑公司未来 2-3 年仍将处在高增速的时期，我们维持 **买入** 评级，上调目标价格至 35.00 元。

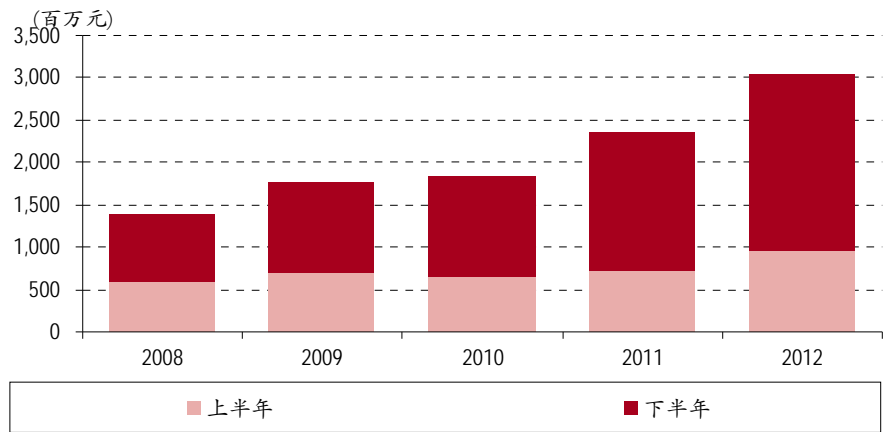
2012 年公司净利增长 20%

东华科技 2012 年实现营业收入 30.5 亿元，同比增长 30.0%；归属上市公司净利润 3.33 亿元，较去年同期增长 20.2%；扣除非经常性损益的净利润 3.25 亿元，较去年同期增长 19.6%。公司收入和净利润大幅增长的原因是公司 2011 年是订单大年，在手订单充裕，其中工程总承包板块收入增长迅速。我们预计公司在手订单超过 80 亿，可以保证公司 2013 年继续快速增长。

图表 1. 2012 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年	2012 年	同比变动(%)
营业额	2,346.49	3,050.28	30
销售税金	(33.42)	(26.01)	(22)
净销售额	2,313.07	3,024.27	31
销售成本	(1,791.66)	(2,430.09)	36
毛利润	521.41	594.18	14
销售费用	(20.65)	(17.97)	(13)
管理费用	(168.93)	(191.66)	13
经营利润	331.83	384.55	16
投资收益	4.84	4.96	2
财务费用	3.55	7.32	106
资产减值	(23.42)	(12.16)	(48)
其它	6.85	9.98	46
税前利润	323.65	394.65	22
所得税	(45.21)	(56.68)	25
少数股东权益	(1.15)	(4.62)	302
净利润	277.29	333.35	20
主要比率(%)			
毛利率	23.6	20.3	
经营利润率	14.1	12.6	
净利率	11.8	10.9	

资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 2. 公司营业收入大幅增长


资料来源：公司数据及中银国际研究

公司新签订单以设计为主，未来大额订单可期

公司 2012 年新签合同额共计 25.42 亿元，较去年同期有较大幅度的下降。按合同类型分，其中以 EPC 合同为主，总额 21.91 亿元，占总订单量的 86%；按合同领域分，煤化工 16.62 亿元，传统化工及其他 7.57 亿元，煤化工板块新签订单下降是导致新签合同额下滑的主要因素。由于 2012 年新型煤化工行业政策趋紧，鲜有大型项目获得国家发改委的“路条”，加之公司的煤制乙二醇、煤制芳烃都处在技术初步工业化阶段，尚待工业化装置运行效果来检验。

图表 3. 2012 年以来公司公告的订单情况

公告日期	业主	项目	类型	合同额 (亿元)
12.3.6	锡林郭勒盟创源煤化工	褐煤低温热解	E	0.6
12.8.6	恒源煤焦化有限公司	FMTP	E	0.78
12.8.8	安庆市曙光化工	煤制氢	EPC	15
13.3.19	加拿大 MagIndustriesCorp.和刚 果共和国 MagMinderalsPotassesCon goS.A.	钾肥	PC	30.5
13.3.21	合肥市庐阳区重点工程 建设管理局	拆迁安置	E	0.2

备注：E 设计、P 采购、C 建设、M 项目管理

资料来源：公司公告、中银国际研究

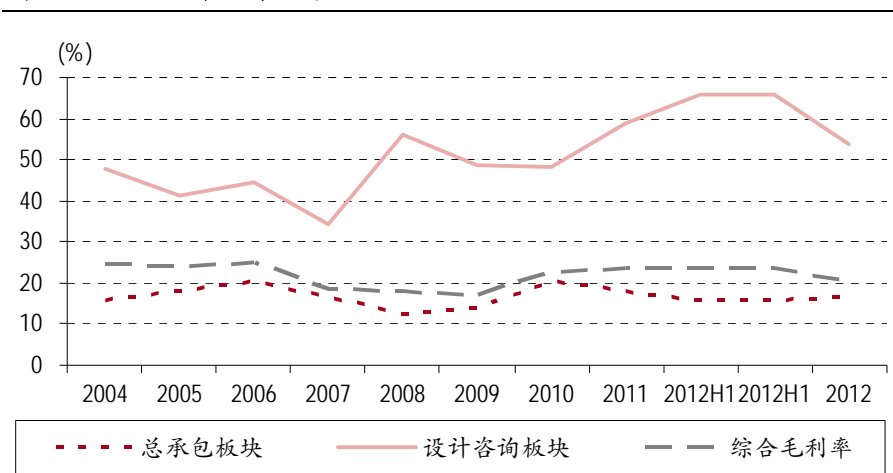
展望 2013 年，公司煤制乙二醇、煤制芳烃等技术已获得了工业化的初步验证，我们认为在未来的一段时间内大概率将密集地获得多个订单。我们预计公司 2013 年新签订单将超百亿，在未来业绩快速成长，同时伴随公司估值的提升。

公司毛利略有下滑

2012年公司综合毛利率达到20.3%，较与2011年有3个百分点的下滑。总承包板块毛利较2011年下降1.5个百分点，我们仍未由于本报告期内部分项目毛利偏低。设计咨询板块毛利下降5个百分点，这个也属于正常的波动范围。

我们认为随着部分低毛利项目的逐步完工，公司总承包板块的毛利将有一定的回升，从而带动公司综合毛利的回升。

图表 4.公司毛利率略有下滑



资料来源：公司数据及中银国际研究

公司核心优势突出

我们认为东华科技作为工程公司具备两方面核心竞争力：

1. 成熟的工业化装置设计、总承包经验，代表继续获得同类项目的能力。
(公司甲乙酮、钛白粉、合成氨尿素、污水处理等经验丰富。)
2. 新工艺研发、放大能力，代表持续成长能力。煤气化(GSP炉)、FMTP(甲醇制丙烯，清华大学)、FMTA(甲醇制芳烃，清华大学)、乙二醇(日本宇部)等均有项目在逐步推进。)

当首套工业化装置投产后，就像产品获得认证上市，将会获得同类产品生产的许可，当工业化经验丰富后，就完成了从储备、开拓产品转化为成熟成品。而当新产品开发成功初期，尤其是独家产品、高性能产品，将会迎来该类产品的订单高峰期。

我们认为公司的乙二醇产品就属于此类产品，而FMTA、氯化法钛白粉也是独家的储备品种，未来的市场空间巨大，公司的订单预期良好。

乙二醇，未来市场巨大

公司为新疆天业集团设计的5万吨/年电石炉尾气制乙二醇项目于2012年底建成投产后取得了良好的运行效果。截至目前已经连续运行3个多月，几个关键指标均符合聚酯级的要求。我们认为公司利用日本宇部技术的煤制乙二醇项目基本上获得了成功，将为公司下一步接到更多的煤制乙二醇项目订单创造有利的条件。

煤制乙二醇规划建设项目很多。目前我国规划建设的乙二醇装置接近 30 套，其中大部分项目处于前期工作阶段。很多项目的业主都在等待几个示范性装置的运行效果，高质量的产品和长寿命的催化剂使公司能够获得更多的订单。

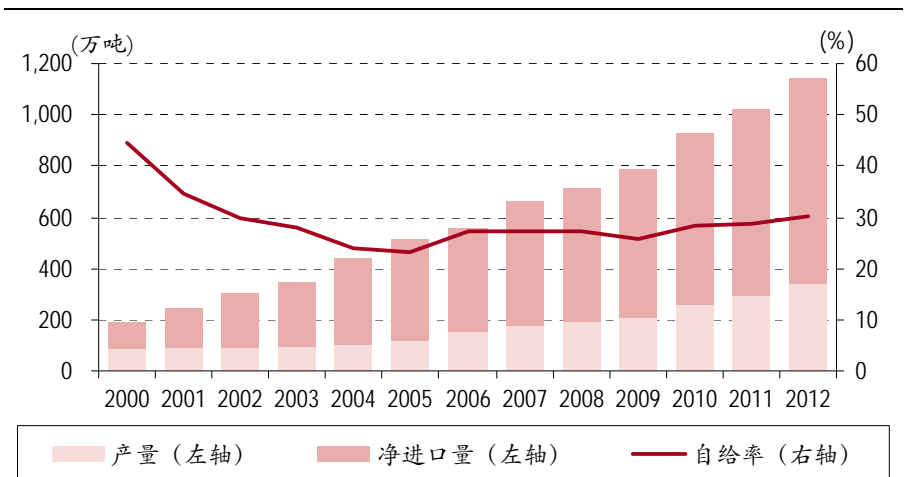
图表 5. 目前国内在建和拟建的煤制乙二醇项目

序号	企业名称	设计总产能(万吨/年)	项目进度
1	内蒙古建丰煤化工有限责任公司	20	在建
2	博源投资集团	20	在建
3	鹤壁宝马集团	5	在建
4	永金化工投资管理有限公司(濮阳)	20	在建
5	永金化工投资管理有限公司(洛阳)	20	在建
6	永金化工投资管理有限公司(商丘)	20	在建
7	永金化工投资管理有限公司(新乡)	20	在建
8	永金化工投资管理有限公司(安阳)	20	在建
9	新疆宝泰隆煤化工有限公司	20	在建
10	中国石化湖北化肥	20	在建
11	开滦集团	20	前期工作
12	易高煤化科技有限公司	20	前期工作
13	西部新时代能源投资股份有限公司	30	前期工作
14	华电呼伦贝尔能源有限公司	20	前期工作
15	陕西煤业化工集团	20	前期工作
16	榆林天鸿煤化工有限公司	30	前期工作
17	黔希煤化工投资有限公司	30	前期工作
18	贵州开阳化工有限公司	20	前期工作
19	鹤壁宝马集团	20	前期工作
20	埃新斯(枣庄)新气体有限公司	4	前期工作
21	国电盛世煤电有限公司	20	前期工作
22	农二师	20	前期工作
23	亿利资源	30	前期工作
24	通辽金煤(二期)	40	前期工作
25	博源控股	20	前期工作
26	泓通煤化工	30	前期工作

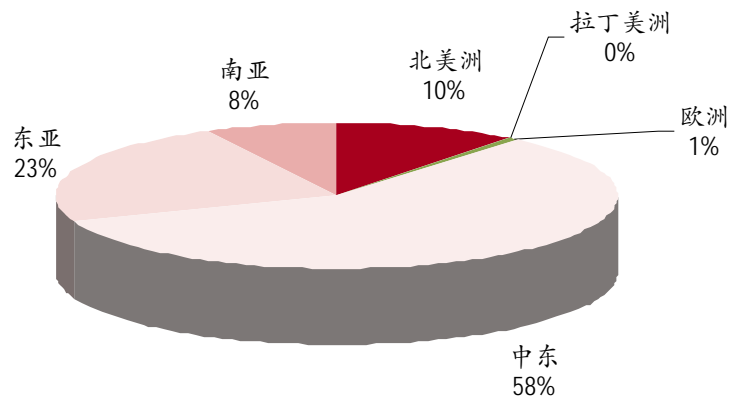
资料来源:中银国际研究, 网络资源

乙二醇国内市场缺口巨大。我国的乙二醇产品自给率较低，2012 年表观消费量超过 1,100 万吨，自给率仅为 30%。其中进口 797 万吨，其中中东、东亚为最主要的进口来源。

图表 6. 我国乙二醇产销情况



资料来源:中银国际研究, 石油和化工工业协会

图表 7.我国乙二醇进口来源


资料来源:中银国际研究,石油和化工工业协会

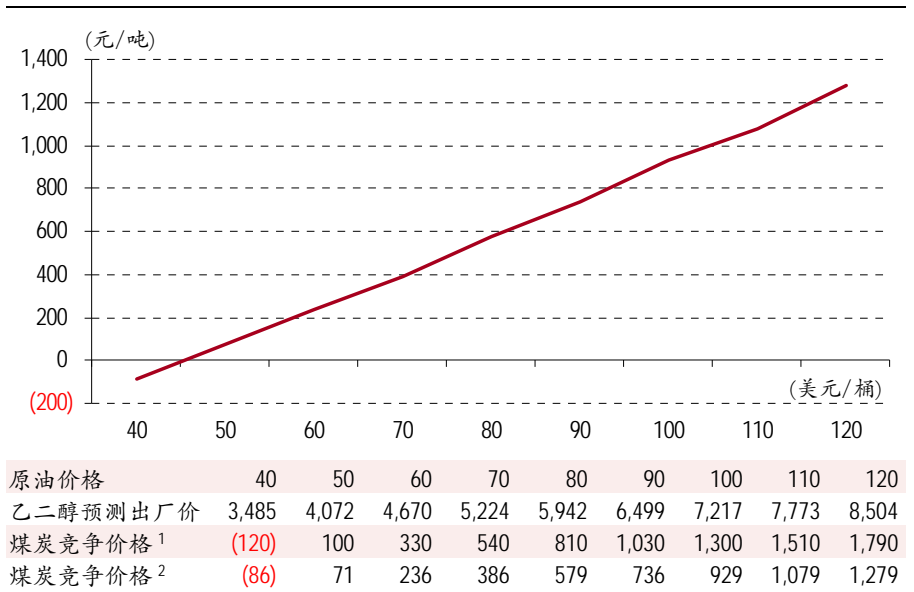
图表 8.我国乙二醇产量、需求量预测

(万吨)	2011	2012	2015E	2020E
产能	367	423	700	1,200
产量	294	342	560	1,020
需求量	1,020	1,138	1,300	1,700

资料来源:中银国际研究,石油和化工工业协会

高油价下煤炭路线成本优势大

比较石油路线和煤炭路线的乙二醇产品成本。当国际原油价格低于 50 美元/桶时,煤制乙二醇可承受的煤价为 100 元/吨,该价格已经接近或低于目前我国的煤炭开采成本,经济性较差。当国际原油价格为 70 美元/桶时,煤炭(标煤)价格低于 540 元/吨时,相当于热值为 5,000kcal/kg 原煤时价格低于 386 元/吨时,煤制乙二醇有经济性。目前我国煤制乙二醇吨产品投资约 1-1.2 万元,其中乙二醇装置投资占总投资的 20%-30%。投资大是造成煤制乙二醇在低油价下不具竞争优势的重要原因。未来,随着煤制乙二醇的工业示范,工艺和技术将得到进一步优化,可进一步节省投资,竞争性将得到增强。

图表 9. 不同路线乙二醇产品成本比较


资料来源:中银国际研究,石油和化学工业规划院

注:注:(1)煤炭竞争价格是在不同原油价格下煤制油项目保证IRR(税后)不低于10%的临界煤价,即该油价下最高可承受的煤炭价格;(2)竞争价格1为标煤价格,竞争价格2为5000大卡煤价格

煤制芳烃, 抢占市场制高点

芳烃,国内目前自给率最低的大石化产品。芳烃 BTX (苯、甲苯、二甲苯)是石油化工工业的重要基础原料,在总数约三千多万种的已知有机化合物中,芳烃化合物占了约30%,其产量和规模仅次于乙烯和丙烯。芳烃是我国石油化工行业主营业务之一,芳烃和乙烯同为石油化工的核心生产装置,是炼油下游化纤和化工两条产品链的龙头。芳烃装置的主要产品为纯苯、对二甲苯和邻二甲苯,对二甲苯是生产PTA(精对苯二甲酸)的主要原料,而PTA又是生产化纤的主要原料,纯苯和邻二甲苯是重要的有机化工原料。随着我国经济的迅猛发展,近年来我国芳烃产能虽然有较大幅度增长,并达到一定规模,但仍不能满足实际市场需求。

目前,芳烃最主要的来源来自炼厂的催化重整装置,即芳潜含量较高的石脑油等进料,生产出混合芳烃,再通过歧化、抽提等装置生产苯、甲苯和二甲苯产品。乙烯裂解装置也会副产部分芳烃。此外,生产焦炭的过程中会副产焦化苯。

虽然未来几年芳烃产能随着炼化一体化装置的扩张逐步增长,但是受到原料瓶颈和政策风险的影响未来芳烃资源市场供给将更为紧俏。甲醇制芳烃的路线是石油路线的重要补充,未来前景光明。

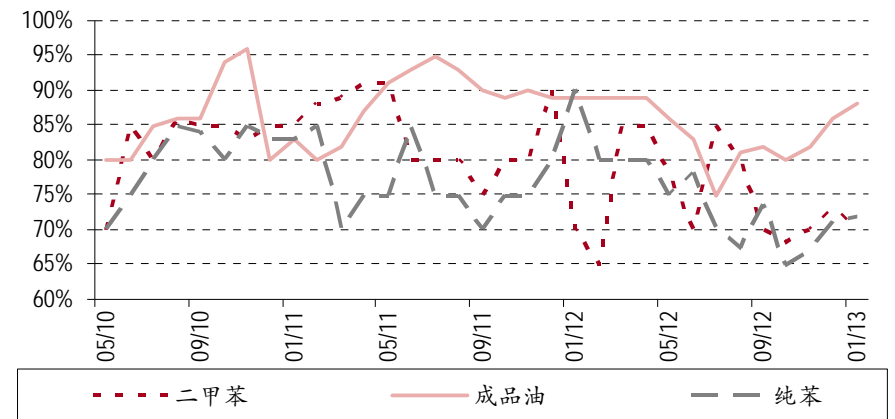
图表 10. 芳烃产品市场情况及预测

(万吨)	产能	2012			2015E		
		产量	表观消费量	当量消费量	产能	表观消费量	当量消费量
苯	1,015	663	702	1,555	1,430	1,260	2,050
甲苯	342	191	256	273	475	335	375
PX	970	810	1,420	1,707	1,687	2,416	2,216

资料来源:中银国际研究,石油和化工工业协会

未来一段时期芳烃产能瓶颈依然存在。由于我国的石油原料中重质原料比例较高，加之产品结构中汽柴油的比例较高，这也导致我国联合芳烃装置的原料供给存在一定的瓶颈，开工负荷偏低。此外，PX 产品由于其比较敏感的特性，多套装置均缓建或取消建设计划。因此未来一个阶段的PX 投产存在一定的不确定性。

图表 11. 成品油及芳烃装置开工率变化图



资料来源:中银国际研究, 百川资讯

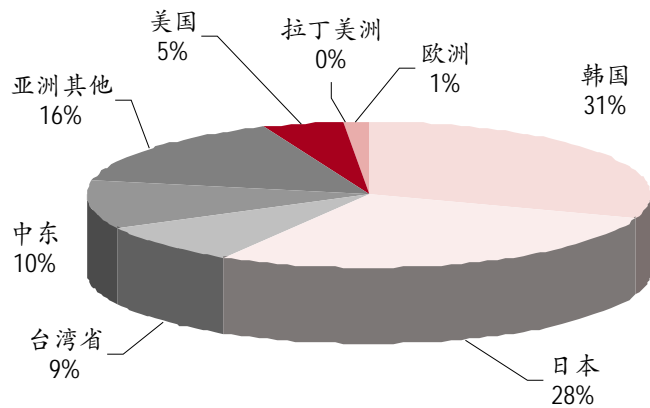
图表 12. 未来几年 PX 扩建计划

序号	企业名称	新增产能(万吨/年)
1	四川石化	65
2	腾龙芳烃	160
3	海南石化	60
4	洛阳石化	45
5	九江石化	60
6	青岛炼化	60
7	辽阳石化	100
8	大连石化	100
9	上海石化	16.5
11	扬子石化	20
12	陕西延长	100
13	中海油惠州	76
14	中化泉州	80
合计		942.5

资料来源:中银国际研究, 石油和化工工业协会

国内煤制芳烃路线市场前景好。目前国内PX 进口主要依赖日韩台。2012 年我国共进口PX629 万吨，其中65%以上来自日本、韩国和台湾地区。由于这些地区的企业也均是进口原油和石脑油加工生产芳烃，因此成本与我国炼厂相当。当油煤比较在合理的范围内，项目的经济效益可观。

图表 13.PX 进口来源



资料来源:中银国际研究,石油和化工工业协会

FMTA 万吨级中试装置成功,为进一步放大到工业化装置提供了技术保障。公司设计的陕西华电榆横煤化工万吨级 FMTA 装置采用清华大学技术,建成后投料试车成功,打通了全流程。为该装置进一步放大提供了充足的技术储备。根据华电集团的规划,拟在陕西榆横工业区建设百万吨级的煤制芳烃装置,参照 FMTA 装置的规模,我们预计一期装置规模将能达到 60 万吨级别。预计总投资超过 30 亿元。

其他

公司在氯化法钛白粉、粉煤气化炉等领域也有一定的技术储备,也有可能获得订单。此外,随着近几年走出去的脚步扩大,公司在海外的影响力也在逐步增长,预计海外订单也会成为公司的另一个增长点。

风险

重要人才的流失;核心技术泄露;已签项目进展缓慢。

估值及投资建议

公司新型煤化工在订单结构中占比超过 80%,享受新型煤化工项目释放带来的高弹性;此外,煤制乙二醇、FMTA、气化炉等均有可能获得突破,我们预计 2013、2014 将是公司新签订单的大年,公司将在业绩快速增长的同时,享受估值进一步提升的红利。我们给予其 35 倍 2013 年预期市盈率,目标价由 30.00 元上调到 35.00 元,维持**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	2,346	3,050	3,995	5,992	8,327
销售成本	(1,792)	(2,430)	(3,159)	(4,711)	(6,530)
经营费用	(202)	(211)	(331)	(497)	(698)
息税折旧前利润	353	409	505	784	1,099
折旧及摊销	(21)	(24)	(21)	(30)	(35)
经营利润(息税前利润)	332	385	485	754	1,064
净利息收入/(费用)	6	8	58	82	119
其他收益/(损失)	(14)	3	(9)	(18)	(25)
税前利润	324	395	534	817	1,159
所得税	(45)	(57)	(80)	(123)	(174)
少数股东权益	(1)	(5)	(3)	(5)	(7)
净利润	277	333	451	690	978
核心净利润	277	333	451	690	978
每股收益(人民币)	0.622	0.747	1.011	1.547	2.193
核心每股收益(人民币)	0.622	0.747	1.011	1.547	2.193
每股股息(人民币)	0.204	0.047	0.149	0.202	0.309
收入增长(%)	28	30	31	50	39
息税前利润增长(%)	43	16	26	56	41
息税折旧前利润增长(%)	42	16	24	55	40
每股收益增长(%)	41	20	35	53	42
核心每股收益增长(%)	41	20	35	53	42

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	324	395	534	817	1,159
折旧与摊销	21	24	21	30	35
净利息费用	(6)	(8)	(58)	(82)	(119)
运营资本变动	(4)	(4)	(3)	(4)	(4)
税金	(45)	(57)	(80)	(123)	(174)
其他经营现金流	182	(35)	41	329	180
经营活动产生的现金流	473	316	455	969	1,077
购买固定资产净值	(44)	(26)	(43)	(112)	(49)
投资减少/增加	5	5	5	5	5
其他投资现金流	1	(106)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(37)	(127)	(38)	(107)	(44)
净增权益	(84)	0	(89)	0	0
净增债务	129	(42)	0	0	0
支付股息	(91)	(21)	(67)	(90)	(138)
其他融资现金流	4	7	58	82	119
融资活动产生的现金流	(42)	(55)	(98)	(9)	(19)
现金变动	393	134	319	853	1,014
期初现金	769	1,161	1,295	1,614	2,468
公司自由现金流	441	197	475	943	1,152
权益自由现金流	570	155	475	943	1,152

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1,161	1,295	1,614	2,468	3,481
应收帐款	1,125	1,460	1,897	2,873	3,942
库存	1,102	1,184	1,683	2,557	3,414
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	3,388	3,939	5,195	7,897	10,837
固定资产	271	270	291	310	328
无形资产	71	73	136	132	127
其他长期资产	97	204	145	216	220
长期资产总计	440	547	572	658	675
总资产	3,828	4,486	5,767	8,555	11,513
应付帐款	2,529	2,836	3,810	5,923	7,945
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	184	251	260	331	420
流动负债总计	2,714	3,087	4,071	6,254	8,365
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	446	446	446	446	446
储备	660	940	1,235	1,835	2,675
股东权益	1,106	1,386	1,681	2,281	3,121
少数股东权益	9	13	16	20	27
总负债及权益	3,828	4,486	5,767	8,555	11,513
每股帐面价值(人民币)	2.48	3.11	3.77	5.11	7.00
每股有形资产(人民币)	2.32	2.94	3.46	4.82	6.71
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.60)	(2.90)	(3.62)	(5.53)	(7.81)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	15.0	13.4	12.7	13.1	13.2
息税前利润率(%)	14.1	12.6	12.1	12.6	12.8
税前利润率(%)	13.8	12.9	13.4	13.6	13.9
净利率(%)	11.8	10.9	11.3	11.5	11.7
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
利息覆盖率(倍)	5,489.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
估值					
市盈率(倍)	46.6	38.8	28.7	18.7	13.2
核心业务市盈率(倍)	46.6	38.8	28.7	18.7	13.2
目标价对应核心业务市	48.3	40.1	29.7	19.4	13.7
盈率(倍)					
市净率(倍)	11.7	9.3	7.7	5.7	4.1
价格/现金流(倍)	22.2	40.9	28.4	13.3	12.0
企业价值/息税折旧前利	33.4	28.5	22.4	13.4	8.6
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	187.2	171.6	165.6	164.2	166.9
应收帐款周转天数	138.5	154.6	153.4	145.3	149.4
应付帐款周转天数	315.9	321.0	303.6	296.4	303.9
回报率					
股息支付率(%)	32.9	6.3	14.8	13.1	14.1
净资产收益率(%)	28.1	26.8	29.4	34.8	36.2
资产收益率(%)	8.9	7.9	8.0	8.9	9.0
已运用资本收益率(%)	33.9	31.2	35.1	41.8	43.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371